

## 第II部 地域金融協力とIMF 第4章 アジア地域金融 協力の進展 AMF構想の挫折から重層的な協力体制 へ

著者	中川 利香
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	576
雑誌名	岐路に立つIMF：改革の課題、地域金融協力との関 係
ページ	[131]-[164]
発行年	2009
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00011608">http://hdl.handle.net/2344/00011608</a>

## 第Ⅱ部

### 地域金融協力と IMF



## 第4章

# アジア地域金融協力の進展

——AMF 構想の挫折から重層的な協力体制へ——

中 川 利 香

### はじめに

1997年にタイに端を発したアジア通貨危機は、この地域にさまざまな課題と教訓を残した。タイ、インドネシア、韓国ではIMFの融資を得たにもかかわらず、為替レートの下落を止めることができなかったのに加え、経済状況が悪化するという事態に陥った。これは、IMFの対応のあり方についての議論をよぶひとつの契機となった。また、過去の通貨危機とは異なり危機が近隣諸国に伝染するという現象は、地域的な取組みによって通貨危機に対処することの必要性を高め、この地域に自己防御策としての地域金融協力の仕組みを作るきっかけとなった。

地域金融協力の枠組みの第1歩は、日本政府が中心となってまとめようとしていたアジア通貨基金（Asian Monetary Fund: AMF）であろう。周知の通り、この構想はさまざまな理由によって実現に至らなかった。しかし、危機の伝播が深刻になると、それまでAMFに反対していたアメリカも何らかの対応をとる必要があるとの認識を高め、1997年11月、アジア10カ国<sup>(1)</sup>とオーストラリア、ニュージーランド、カナダ、アメリカの財務相・中央銀行総裁代理会合の開催へとつながった。

その後、アジア地域金融協力はチェンマイ・イニシアチブ（Chiang Mai Ini-

tiative: CMI), アジア債券市場の育成, サーベイランス, 調査・研究, 人材交流・育成などにおいて, 政府および中央銀行レベルでの協力体制が築かれている。以上の背景より, 本章はアジアにおける各種協力の枠組み創設の経緯ならびに進展状況を明らかにすることを目的としている。アジアの地域金融協力に関しては, すでに多くの文献が発表されている<sup>(2)</sup>。しかし, 既存文献では AMF に対して国内外でどのような意見があったか, なぜ日本が AMF 創設を急いだか, という点にはあまり焦点があてられていない。また, アジア地域金融協力が現在進行中の取組みであることを踏まえると, 最新の状況をフォローする必要がある。本章は特にこれらの点に着目する。地域金融協力に関する議論は, それがなぜ必要なのかという視点から論じることにも必要である。この点は本書第5章で具体的に述べられているので, そちらを参照されたい。

本章の構成は次の通りである。第1節ではアジア通貨危機の発生と AMF 構想の失敗について取り上げる。特に, AMF 構想の提案と交渉の過程, AMF 構想に対する当時の考え方, そして日本がなぜ AMF 構想の実現を急いだのか, という点について整理する。第2節では, マニラ・フレームワーク会合とチェンマイ・イニシアチブの進展について経緯を述べる。第3節では, 資金供与をとまなわない協力体制について, 債券市場育成の取組みを中心にまとめる。最後に, アジア地域金融協力の課題と展望をまとめ, 結論とする。

## 第1節 アジア通貨危機の発生と AMF

### 1. 通貨危機の発生から AMF 構想の挫折まで

1997年7月, タイの為替レートが暴落すると, マレーシア, インドネシア, フィリピン, 韓国などの近隣諸国の為替レートも大きく下落するという現象

が発生した。中央銀行は通貨防衛のために外国為替市場に介入して通貨を買い支えた。このうちタイ、インドネシア、韓国はIMFの支援を要請し、経済の立て直しを進めた。ところが、融資に付与されたコンディショナリティーを実行することで経済の混乱がしばらく続いてしまった。一方、IMFの支援を要請せず、独自の方法で危機の終息を図ったマレーシアの経済は比較的早く落ち着きを取り戻した。この現実を目のあたりにした当事国政府や研究者の多くは、IMFに対する批判を強めていった<sup>(3)</sup>。IMFの対応が「失敗」だったのか否かという判断は、経済状況が異なる国においてIMFの融資が行われなかった場合の比較が難しいため、これを論証することはきわめて難しい<sup>(4)</sup>。しかし、アジア通貨危機に対するIMFの一連の行動は、通貨危機の影響を受けた国々にとって、危機の再発防止と周辺国への伝播防止の地域的な仕組みを築くことの必要性を強く認識させることになった。

地域的な金融協力の枠組みとして最初に考案されたのは、アジアにもIMFのような地域の金融安定化を図る機関を創設しようというものだった。榊原[2005]によれば、タイが通貨危機に見舞われた後の1997年7月25日に東アジア・太平洋中央銀行総裁会議(EMEAP)<sup>(5)</sup>でAMF構想の検討が提示されたとしている。つまり、AMF構想はタイで通貨危機が発生してから比較的早い段階で検討が開始されていることがわかる。その後のAMF構想をめぐる交渉で日本が主導的役割を果たしたことを鑑みると、日本が通貨危機前からAMFについてある程度のアイディアを持っていたのではないかと推測できよう<sup>(6)</sup>。

AMF構想の概要は、タイに資金支援を行った主要国<sup>(7)</sup>を中心に100億ドル規模の基金を作ろうとするものであった。しかし、この案はアメリカの激しい反発を受けて実現に至らなかった<sup>(8)</sup>。反対の理由は、AMF構想にアメリカが含まれていなかった点と、IMFとAMFの関係が曖昧であった点が大きいとされている。AMF構想に不快感を抱いたアメリカはAMF潰しに奔走することになるのであった<sup>(9)</sup>。

日本はアメリカの反対表明を受けつつも、危機の伝播を防止するには地域

的取組みが必要であるとの考えを崩すことはなかった。そのため、1997年9月18日にバンコクで開催されたアジア欧州会合（ASEM）で引続き根回しを行った。しかし、アメリカはオブザーバーとして参加した同月21日のアジア10カ国代理会合でAMF構想に強い反対を表明した。そして代案として、アメリカを含めた域内サーベイランスの仕組みを作ることを提案した。これに対して危機の当事国はAMF構想に賛成を表明し、香港とオーストラリアは賛否を表明せず、中国は何も発言しなかったとされている。このような経緯により、議長国であった日本は何とかAMF構想を形にしたかったものの、合意に至ることができなかった（榊原 [2005: 191]）。

## 2. AMF 構想に対する賛否

AMF 構想に対しては、実際に交渉にあたっていた政府関係者以外からも賛否両論が寄せられた。元世界銀行チーフエコノミストのスティグリッツ氏は「地域は互いの国のことをIMFよりも分かっている」として「AMFを推進すべき」とであると述べている（Austria [2003]）。過去に発生した通貨危機には地域で対処したケースが多いため、アジアにAMFのような機関があってもおかしくないという意見もある（Rose [1999]）。その他にも同様の理由でいくつか賛成意見が表明されている（ADB [1999], Rajan [2000] など）<sup>(9)</sup>。

これに対しサマーズ財務副長官（当時）は、AMFの存在がモラル・ハザードにつながるとしてAMF構想に反対した（Altbach [1997], Terry [2000]）。また、AMFとIMFの重複は非効率であるとの指摘もある（Altbach [1997], Bergsten [1997]）。さらに、地域の安定化はあくまでもIMFが中心となり、地域的な枠組みはそれを補完する役割にとどまるべきとする意見（Bergsten [1997], Fischer [2001]）<sup>(10)</sup>、日本がリーダーシップをとるのはきわめて困難とする意見（Lewis [1999]）などもある。Bergsten [1997] はベーカー元国務長官<sup>(12)</sup>の言葉を借りて、「アメリカの対外政策は太平洋を二分させる組織を作らせないこと」が重要であり、アジアの枠組みはASEANではなくAPEC

であるとの見解を示した。

また、Bergsten [1997] は日本がAMF構想の提案とそのとりまとめに中心的な役割を果たした点に関し、アメリカの国内事情がアジア・オンリーの機運を高めたことが原因であると述べている。当時の状況を振り返ってみると、アメリカはタイへの資金支援に参加していない。その理由は次の通りである。アメリカは対外的な資金支援を行う場合、為替安定基金（Exchange Stability Fund）<sup>(13)</sup>を使用することが多い。しかし、1994年のメキシコ通貨危機の支援<sup>(14)</sup>の際にアメリカ議会は資金規模や用途などの情報公開に疑問を呈し、2年間、基金からの対外資金援助を禁じてしまったのである（Henning [1999, 2002]）<sup>(15)</sup>。アジア通貨危機はその最中に発生したため、アメリカは日本やアジア諸国、国際機関が行った緊急支援に参加できなかった。このような国内事情により身動きがとれなかったアメリカは、アジアに対して影響力を行使できる状況になかった。結局、タイにはIMFを通じて影響力を発揮するしか方法がなく、アジアの連帯感を強めてしまったとしている<sup>(16)</sup>。

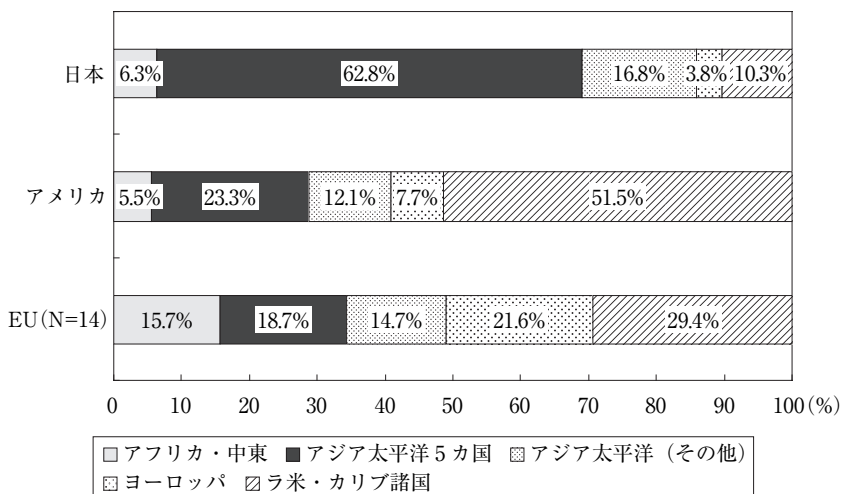
### 3. 日本がなぜAMF構想の実現に急いだか？

では、AMF設立に積極的であった日本の立場はどうであろうか。前述の通り、日本はアメリカの反対にあいながらも、AMFは地域の金融安定化に資すると判断し、根回しを続けた。なぜ日本はAMFの設立を急速に推し進めようとしたのだろうか。Altbach [1997] はその理由を3つの視点から分析している。第1に日本が自国の開発哲学を正当化したかったのではないかとしている。IMFコンディショナリティーに課される構造改革やワシントン・コンセンサス<sup>(17)</sup>に違和感を持っていた日本は、自国の開発哲学を正当化し、それを実現するためにAMF設立を提案したというのである。第2にアジア地域における日本の影響力を高めるためであったとしている。この指摘によれば、日本は中国とアメリカの2つの大国の存在と、アジアの歴史問題によって地域でのリーダーシップの発揮が困難な状況を改善させたかったという。



当時、国際金融市場に影響力を持っていた榊原氏（ミスター円）がAMFを提案すれば、日本のアジア外交の大きな切り札になると目論んだと映ったのかもしれない。そして、第3に経済関係の深化が関係している点を取り上げている。1980年代後半からアジア域内の貿易と投資が増加したことにより、アジアは互いに重要なパートナーとなった。それにともない、邦銀による対外貸出に占めるアジアのシェアが高くなったことも指摘されている。この点についてもう少し具体的に見てみよう。図1は1996年12月時点の日欧米の銀行による途上国向け銀行与信残高のシェアを表したものである。アジア太平洋5カ国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国）を見ると、アメリカは23.3%、EUは18.7%であるが、日本は62.8%と圧倒的にシェアが高い。参考までに、タイのみのシェアはアメリカ4.6%、EU4.2%であるが、日本は24.9%であった。すなわち、日本は早急に何らかの策を講じなければ邦

図1 日欧米における途上国向け銀行与信残高のシェア（1996年12月）



（出所） BIS [2007] より筆者作成。

（注） EU はオーストリア、ベルギー、ドイツ、デンマーク、スペイン、フィンランド、フランス、イギリス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スウェーデンの集計。

銀ならびに日本経済が悪影響を受けることになる。このように、日本がAMFの実現に積極的に取り組んだ背景はいくつかの視点から指摘できるが、第3の点は統計資料からも確認でき、説得的であるといえよう。

## 第2節 マニラ・フレームワーク会合とチェンマイ・イニシアチブ

### 1. マニラ・フレームワーク会合

AMF 構想に対する各国の利害対立が激化するなか、タイの状況は改善しないどころか周辺諸国も通貨危機の伝播によって通貨の下落のみならず経済状況も悪化していった。危機が韓国にまで及ぶと、アメリカやIMFもアジアと協力体制を築く必要性を意識するようになり、1999年11月にマニラで会合が開催された。この会合には、ASEAN 加盟国のブルネイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、それに日本、韓国、中国（香港含む）、オーストラリア、ニュージーランド、カナダ、アメリカの財務大臣と中央銀行総裁代理が集結し、「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力強化のための新フレームワーク」（マニラ・フレームワーク）が発表された。これは、地域の自助および支援メカニズムの強化を目的としたものであり、(1)域内サーベイランス、(2)金融セクター強化のための技術支援、(3)IMFの対応能力強化、(4)IMF融資を補完する協調支援、の4点が合意された。これを受けて1998年にASEANでサーベイランスの仕組みが導入されている<sup>18)</sup>。マニラ・フレームワーク会合は定期的に開催され、合意内容の実施状況の報告と意見交換が行われた。この会合は、2004年の第12回会合を最後に当初の目的が達成されたとして終了している<sup>19)</sup>。

## 2. チェンマイ・イニシアチブの創設と進展

1999年になると、ASEAN+3首脳会議で「東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化」が必要であると言及され（表1）、翌年にASEAN+3蔵相会議で二国間の通貨スワップ取極が締結された。チェンマイ・イニシアチブ（CMI）と呼ばれるこの枠組みは、危機の再発防止のための短期的な流動性不足への対応と、既存の国際的枠組みの補完を目的として資金を相互に融通する制度である。

CMIは1977年にASEANで創設されたスワップ協定（ASEAN Swap Arrangement: ASA）と、ASEAN5カ国（タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、シンガポール）、日本、中国、韓国における二国間の通貨スワップ協定およびレポ協定<sup>20)</sup>で構成されている。ASAは一時的な国際流動性不足の対応を目的とした協定であり、現在の資金規模は20億ドルとなっている。出資国は1～3カ月のスワップによる資金の借入ができ、3カ月まで更新可能となっているため、最長6カ月の借入が可能である。借入れ可能な金額は拠出金の2倍までとなっている<sup>21)</sup>。一方、二国間協定の部分について特徴的な点は、通貨危機が発生した場合、取極にもとづいてスワップ金額の10%まではIMFプログラムなしで発動できるとし、残りはIMFプログラムが実行された場合に供与される仕組みとされた。IMFプログラムとのリンクという点は、ヨーロッパや南米などの他の地域で行われている金融協力と比較してもアジアと北米地域<sup>22)</sup>にしか見られず、きわめて特徴的である（中川 [2007]）。

2004年5月にはASEAN+3財務大臣会議でCMI強化の作業部会が設置され、翌年のASEAN+3財務大臣会議において、①域内経済サーベイランスのCMIへの統合と強化、②スワップ発動プロセスの明確化と集団的意思決定手続きの確立、③スワップ規模の拡大、④スワップ引出しメカニズムの改善、の4つの提案がなされた（表1）。①については、CMIの枠組みに域内サーベイランスを組み込み、実際の資金供与の際に公開すべき情報を平時か

表1 アジア地域金融協力の進展

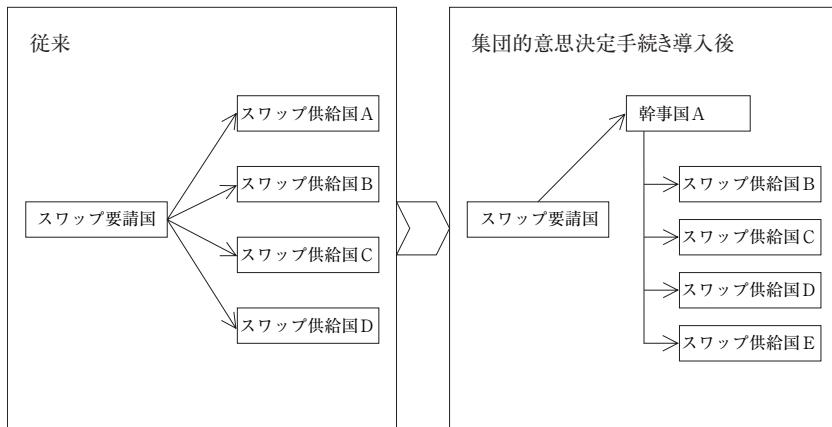
年 月 日	概 要	
1997 7 25	A M F 構 想	東アジア・太平洋中央銀行総裁会議（EMEAP）でアジア通貨基金（AMF）構想の検討を提示
1997 9 18		アメリカの反対にあうも、アジア欧州会議（バンコク）で根回しを継続
21		アジア10カ国代理会合にアメリカがオブザーバー参加 アメリカはAMF構想に反対を表明—アメリカを含めた形での域内サーベイランス導入を提案
1999 11 28	C M I フ ォ ー ア ス ト ・ ス テ ー ジ	第3回 ASEAN+3 首脳会議（マニラ）で通貨・金融分野の協力について言及 ①マクロ経済上のリスク管理、②コーポレート・ガバナンスの強化、 ③地域の資本移動のモニタリング、④銀行・金融システムの強化、 ⑤国際金融システムの改革、⑥既存の対話・協力メカニズムを通じた東アジアにおける自助・支援のメカニズムの強化
2000 5 6		第2回 ASEAN+3 蔵相会議（チェンマイ）で東アジア地域における協力について合意 ・資本フローに関するデータ・情報交換の促進 ・域内サーベイランスのためのコンタクト・パーソンのネットワーク構築 ・チェンマイ・イニシアチブ ・人的資源および政策対話・協議のための研究・研修機関ネットワークの構築
2001 5 9		第4回 ASEAN+3 財務大臣会議（ホノルル）で東アジア金融協力の強化について合意 ・メンバー国の自発的な意思にもとづき二国間資本フローに関する情報交換 ・チェンマイ・イニシアチブの基本原則について3年以内に見直す ・経済情勢レビューおよび政策対話の有効性を高める方策を議論する検討部会の設置
2002 5 10		第5回 ASEAN+3 財務大臣会議（上海）で東アジア金融協力の強化について合意 ・経済問題および政策問題の議論のために財務大臣・中央銀行総裁代理による非公式会議の開催 ・短期資本フローデータの二国間交換に合意（ブルネイ、インドネシア、日本、韓国、フィリピン、タイ、ベトナムの7カ国）
2003 3 1		アジアにおける債券市場の育成にかかる ASEAN+3 非公式会合およびハイレベル・セミナー開催、谷口財務副大臣（当時）が基調講演で「アジア債券市場イニシアチブ」を提案
2003 8 7		第6回 ASEAN+3 財務大臣会議（マカティ）で東アジア金融協力の強化について合意 ・ASEAN+3 における政策対話強化の方策を検討するスタディーグループの提言を実行する ・（経済レビューおよび政策対話支援のための）ASEAN+3 金融協力基金の設置 ・域内債券市場育成の作業を強化するために任意の作業グループを設置 ・域内の中長期的な課題について学術的観点から議論を行うリサーチ・グループの設置
2004 5 15		第7回 ASEAN+3 財務大臣会議（済州島）でチェンマイ・イニシアチブの見直しに合意
2004 11 30		第12回マニラフレームワーク会合（～12月1日） 本フレームワークにもとづく会合の終了に合意
2005 5 4		第8回 ASEAN+3 財務大臣会議（イスタンブール）で東アジア金融協力の強化について合意 ①チェンマイ・イニシアチブ ・域内経済サーベイランスの CMI の枠組みへの統合と強化 ・スワップ発動プロセスの明確化と集団的意思決定メカニズムの確立

年 月 日	概 要
2005 5 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スワップ規模の拡大</li> <li>・スワップ引出しメカニズムの改善（IMF プログラムのリンクを10%から20%に引上げ）</li> </ul> <p>②アジア債券市場イニシアチブ 各国の定期的な自己審査、情報の一元化、バスケット通貨建債券の研究、アジア国債市場の発展に向けた検討</p> <p>③ASEAN+3 リサーチグループ 新規テーマとして、「資本フローの自由化と制度的枠組み」、「資産管理業の育成などによる資本市場の発展」、「将来の域内政策調整の検討」を承認</p>
2006 5 4	<p>第9回 ASEAN+3 財務大臣会合（ハイデラバード）で東アジア金融協力の強化について合意</p> <p>①チェンマイ・イニシアチブ ・集団的意思決定手続きの導入 ・域内経済サーベイランス能力強化（専門家グループを設立、早期警戒システムに関する作業部会を設置） ・スワップ規模の拡大 ・CMI のマルチ化（ポスト CMI）に向けた検討部会設置</p> <p>②アジア債券市場育成イニシアチブ 資産担保アジア通貨バスケット建債券の研究の本格化</p> <p>③ASEAN+3 リサーチグループ 新規のテーマとして、「アジア地域の金融安定に向けた地域通貨単位構築の手順」、「ASEAN+3 諸国における金融のコングロマリット化とその意味」を承認</p>
2007 5 5	<p>第10回 ASEAN+3 財務大臣会議（京都）で東アジア金融協力の強化について合意</p> <p>①チェンマイ・イニシアチブ ・段階的にマルチ化を進展させ、最終的に1本の契約のもとで外貨準備をプールする仕組みにする ・サーベイランス、外貨準備としての適格性、資金規模、借入限度額、発動メカニズム等の問題を検討</p> <p>②アジア債券市場育成イニシアチブ ・インフラ整備資金の調達に資する債券の開発、証券化の促進、ミッド・ターム・ノートの利用促進の検討</p> <p>③ASEAN+3 リサーチグループ 新規のテーマとして、「企業信用情報に関するデータ整備」、「中小企業金融の拡充・多様化のための資本市場育成」を承認</p>
2008 5 4	<p>第11回 ASEAN+3 財務大臣会議（マドリード）で東アジア金融協力の強化について合意</p> <p>①チェンマイ・イニシアチブ ・マルチ化の総額を最低でも800億ドルとする ・ASEAN 諸国と日中韓の出資比率を20対80とする ・借入限度額やスワップ資金供与のメカニズムに関する基本案</p> <p>②アジア債券市場育成イニシアチブ ・各国財務大臣が新 ABMI ロードマップに調印 ・4 重点分野の指定（各国通貨建債券の発行と需要の促進、規制および市場インフラの改善） ・ボランティアベースでの各国市場育成を歓迎、その進展状況について ABMI の目的に沿っているかを自己評価 ・民間セクター参加型によるクロスボーダー取引や決済について議論の場を設置</p> <p>③ASEAN+3 リサーチグループ ・新規のテーマとして、「企業信用情報データベースと信用保証制度の発展」、「東アジアにおける貿易・直接投資・資本フローの傾向と政策的インプリケーション」、「新金融商品とアジア金融市場に対する影響」を承認</p>

（出所） 財務省ウェブサイトを参考に筆者作成。

ら定期的に提供し、検討することで CMI の発動が必要となった場合に迅速な手続きを可能とするためのものである。また、②については CMI の弱点を克服するための措置である。その弱点とは、現行の枠組みでは交渉ゲームが発生する可能性が高いことである。従来の二国間の取極では、支援を必要とする国が各取極にもとづいて個々に要請することになる。この場合、資金を供与するか否か、供与するのであればどのタイミングで行うのか、という交渉ゲームが発生する可能性がきわめて高くなる。極端に言えば、A 国の要請には応じるが B 国の要請には応じない、あるいは供与国 C 国の反応を見てから自国の反応を決める、ということも発生しうる。通貨危機の対処という迅速な意思決定が求められる場面において、交渉ゲームにより危機の悪化を招くことがあれば枠組みは意味を持たなくなってしまう。集团的意思決定手続きは、そのような最悪の事態を避けるために第三国を調整役に指定し、資金支援にかかわる手続きの取りまとめを一国に集中させることを狙ったものである（図2）。さらに③についてはスワップ規模全体が拡大され、④については、2006年5月に ASEAN+3 財務大臣会議で各国のスワップ取極の

図2 チェンマイ・イニシアチブにおける集团的意思決定手続き



（出所） 財務省、関税・外国為替等審議会外国為替等分科会 第20回 アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会資料5（2005年5月20日）より引用。

表2 CMIによるスワップ取極の現状(2007年末現在)<sup>1)</sup>

(1) 二国間の取極 (単位: 億ドル)

From \ To	日本	韓国	中国	インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	シンガ ポール	タイ	計 (貸出)
日本		100+30 <sup>2)</sup>	30 <sup>3)</sup>	60	10	60	30	60	380
韓国	50+30 <sup>2)</sup>		40 <sup>5)</sup>	20	15	15		10	180
中国	30 <sup>3)</sup>	40 <sup>5)</sup>		40	15	20 <sup>4)</sup>		20	165
インドネシア		20							20
マレーシア		15							15
フィリピン	5	15							20
シンガポール	10								10
タイ	30	10							40
計(借入)	155	230	70	120	40	95	30	90	830

(2) ASA: 各国拠出金 (単位: 億ドル)

インドネシア	3	ベトナム	1.2
フィリピン	3	ミャンマー	0.4
マレーシア	3	カンボジア	0.3
シンガポール	3	ラオス	0.1
タイ	3	合計	20
ブルネイ	3		

(出所) 財務省ウェブサイト, Bank Negara Malaysia [2006] より筆者作成。

(注) 1) 新宮澤構想にもとづくスワップ取極額は含まれていない。

2) 円・ウォンスワップのドル相当額。

3) 円・人民元スワップのドル相当額。

4) 人民元・ペソスワップのドル相当額。

5) ウォン・人民元スワップのドル相当額。

うちIMFプログラムなしで提供できる割合が10%から20%に拡大された。スワップ金額は各国の取決めによって定められており、現状では表2のようにになっている。この枠組みの総額は830億ドルとなっているが、問題は必要な時の借入可能な金額である。たとえばタイの場合、二国間取極の部分で借入可能な額は90億ドルであるから、IMFの融資が決定するまでは20%分の18億ドル、ASAの部分で6億ドルで合計24億ドルとなる。その後IMFの融資が決定すれば、二国間取極の部分の残りの72億ドルの借入れが可能となる。

しかし、通貨危機時にタイへの資金供与が総額172億ドルであったという現実を踏まえると、同規模の危機が発生した時にこの枠組みだけで対処するのは難しいだろう。

このほか、早期警戒システムに関する作業部会を設置し、域内経済サーベイランス能力の強化に取り組むことが合意された。さらに、二国間の通貨スワップ取極を多国間の取極（マルチ化）とするための検討部会の設置も示された（表1）。CMI のマルチ化については、2007年5月に行われた ASEAN+3 財務大臣会議において、この検討部会の活動に進展があった旨が共同声明に盛り込まれている。検討部会での提案は、1本の契約のもとで各国が自ら運用を行う外貨準備をプールすることが適当であるとの原則を打ち出し、詳細についてはさらに検討を継続するとしている（表1）。これを受けて翌2008年5月の ASEAN+3 財務大臣会議では、CMI のマルチ化について、①資金規模を最低でも800億ドルとすること、② ASEAN 諸国と日中韓の出資負担を20対80とすること、③借入限度額や資金供与のメカニズムなどの基本案、の3つが合意された。今後は借入要件や契約内容などの詳細について議論を詰める予定となっている。これが実現すれば、前述の CMI の資金面の問題はある程度解決されるかもしれない。

このような取組みに対する IMF の反応は、AMF 構想の時とは異なり態度を軟化させている。ケーラー元専務理事<sup>23</sup>は「地域金融協力は自然な流れであり、肯定的な意見を持っている」と述べたり、「国際金融システムの強化と同時に、IMF は地域協力・統合へのサポートを増やしてきた。最近の CMI も歓迎する。個人的には IMF の地域での活動を補完するのにきわめて重要であると考えている」と公式に述べた（Köhler [2001a, 2001b]）。バートン・アジア太平洋局長（当時）も「アジアの取組みが IMF と緊密に調整しながら継続されることを望む」としながらも、「IMF は CMI を支持する。また CMI がより効果的なりザーブプーリングの仕組みとなることを支持する」と述べた（Swann and Ghosh [2006]）。このように、アジア地域金融協力を容認する IMF の態度は、この地域にとって望ましい状況になりつつあると言える。



### 第3節 アジア債券市場育成に関する協力の枠組み

アジア地域における金融協力は、前述した流動性供与の枠組みの他にもさまざまな協力が重層的に行われている。ここでは、アジア地域におけるCMI以外の金融協力について、アジア債券市場の育成に関する取組みを中心にみてみよう。

#### 1. アジア債券市場イニシアチブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI)

ABMIは2002年12月のASEAN+3による非公式会合において日本が提案し、2003年に行われたASEAN+3財務大臣会議において合意されたものである(表1)。ABMIが提唱された背景には、アジア通貨危機の要因として指摘される二重のミスマッチ問題への対処が必要との共通認識が関係している。ASEAN+3は貯蓄率が高いにもかかわらず、ドルによる対外借入に依存しており、しかもそれは短期性資金であった。ドル建てで短期性資金を借り、現地通貨に交換した後に長期の投資に回すという通貨と期間のミスマッチが発生していたのである。これを解消するひとつの方法は、現地通貨建てでかつ長期での借入れが可能な環境を整備し、域内の貯蓄を域内の投資に生かすことである。ABMIはそれを実現するために、政府レベルで各国の債券市場を育成しようとする取組みである。

ABMIでは、①証券化を活用した新たな債券の開発(タイ)、②信用保証および投資メカニズム(韓国、中国)、③外国為替取引と決済システム(マレーシア)、④域内の格付け(シンガポール、日本)の4つのワーキング・グループが設置されている(カッコのなかは議長国)<sup>24</sup>。これらのワーキング・グループの成果をもとに、各国の債券市場の動向と展望についてASEAN+3の枠組みで話し合い、必要な改革を進めているところである。

財務省の発表によれば、これまで、ABMIによって国際協力銀行および韓

国中小企業銀行の保証による債券担保証券<sup>29)</sup>の発行、国際協力銀行や日本貿易保険の信用保証にもとづく日系企業による現地通貨建債券の発行（タイ、マレーシア、インドネシア）、国際機関による現地通貨建債券の発行などが実現している。

2008年5月の財務大臣会議では、ABMIについて大きな進展があった。各国財務大臣が調印した新ABMIロードマップ（New ABMI Roadmap）には、債券市場育成に関する3つの具体案が示された。まず、重点分野として各国通貨建債券の発行と需要の促進、規制フレームワークならびに市場インフラの改善を指定し、各分野に作業部会を設置して進展状況のモニタリングと作業の調整を行うことである。第2に各国の債券市場育成をさらに進め、それがABMIの目的に沿っているかを定期的に自己評価することである。第3に民間セクターが参加する形でクロスボーダー取引や決済の問題を議論する機会を設けるというものである。これらの案はきわめてアジアの債券市場にとって重要な意味を持つ。通貨危機以降、アジア諸国は自国の金融制度改革のなかで資本市場の育成に励んできた<sup>30)</sup>。このような各国の取組みにおいてABMIの目的の共有という軸を提供することにより、各国が向かうべき方向が明確になり、アジア債券市場の育成を促進することが期待できるだろう。また、実際に金融取引を担う民間金融セクターを参加させることで問題が共有され、議論の活性化につながると考えられる。

## 2. アジア債券基金（Asian Bond Fund: ABF）

政府レベルの取組みであったABMIに加え、中央銀行レベルでもEMEAPがABFを創設することによりアジアの債券市場育成に取り組んでいる。ABFの概要はすでに多くの文献で紹介されているが、各ファンドの特徴を再度確認してみよう（表3）。2003年に設置されたABF1では、運用対象が米ドル建てソブリン債および準ソブリン債であり、ファンドマネジャーは国際決済銀行（BIS）、投資家はEMEAP中銀のみとなっている。また2004年に設

表3 アジア・ボンド・ファンドの概要

	ABF1	ABF2
運用開始期間	2003年7月	2005年3月
ファンド規模*	10億ドル	20億ドル
運用対象	EMEAP 8 カ国・地域の米ドル 建てソブリン債、準ソブリン債	EMEAP 8 カ国・地域の現地通 貨建てソブリン債、準ソブリン 債
ベンチマークとする インデックス	非公開	公開（International Index Compa- ny が提供する iBox ABF インデ ックス
ファンド・マネー ジャー	国際決済銀行（BIS）	民間ファンド・マネージャー
投資家	EMEAP 中銀のみ	第1フェーズ：EMEAP 中銀の み 第2フェーズ：民間投資家にも 開放

（出所）長井〔2007〕より引用。「ファンド規模」については日本銀行ウェブサイトを参考に筆者により加筆。

（注）＊ 発足時の資金規模。

置された ABF2では、現地通貨建てソブリン債および準ソブリン債で運用を行い、民間金融機関をファンドマネージャーに指名し、民間投資家にも開放するものとなっている。そのため、より透明性の高いファンドとなるようにインデックスを公開している。インデックスはフランクフルトに拠点を置く International Index Company（IIC）社<sup>27)</sup>が市場規模、売買高、ソブリン格付け、市場開放度の4つを考慮して作成している（EMEAP〔2006:13〕<sup>28)</sup>。

EMEAP の中間レビューによれば、ABF は次の点で有益な教訓を残したとしている。第1に EMEAP 中銀が「投資家」となることで各国市場の改革、規制緩和等が促進されたことである。第2に中央銀行がスキームや商品の開発にかかわることで自らの債券市場に対する理解が進んだことである。第3に民間金融機関との協働により商品を開発し、ビジネスを成立させたことである。第4に市場の発展において中央銀行が柔軟に対応した点である。そして最後に ABF の実施は透明性の高いプロセスが重要という点である。

(EMEAP [2006: 5])。これらは、2007年11月に開催された国際会議<sup>(29)</sup>でも日本銀行が強調していたことであった。ABFの意義として「パッシブ運用<sup>(30)</sup>の債券ファンドという低コストかつ効率的な投資商品の提供により、アジアの債券に対する投資家の認知度を向上させた」こと、「EMEAP中銀が、投資家の立場から各国の市場が抱える問題点を明らかにし、ファンドの組成作業を通じてその解決に取り組んだ」ことをあげている（長井 [2007]）。すなわち、中央銀行が金融市場の制度整備と投資家を兼ねることにより、問題を正確に把握することが可能となり、またその解決も促進する。このような手法は実にユニークであると言えよう。

ここでABFとIMFの関係について記しておきたい。ABFにおいては、AMFやチェンマイ・イニシアチブのような国際流動性供与の枠組みの際と異なり、IMFの影響はあまり見られないようである。しかしIMFが関与した唯一の点として、ファンド組成にあたって中央銀行の出資金を外貨準備と見なすか否かの審査があげられる（EMEAP [2006: 14-15]）<sup>(31)</sup>。ファンドへ出資された各国中央銀行の資金が外貨準備として見なされない場合、自国の外貨準備が減少するため、ソブリン格付けや投資家の行動などに影響を及ぼす。この点についてはEMEAPの働きかけもあり、IMFは外貨準備適格と見なすという判断を下している。CMI以外にもこのようなところでアジア地域金融協力の取組みとIMFの関係が見られる。

興味深い点は、2007年10月に世界銀行がABFときわめて類似した新興国の債券市場育成ファンドの開始を発表したことである。GEMLOC<sup>(32)</sup>と呼ばれるこのスキームがABFと大きく異なる点は、ABFの資金提供はEMEAPメンバー国の中央銀行であるが、GEMLOCプログラムの場合はファンドの資金調達も民間金融機関が担当することである。

### 3. アジア債券市場の状況

ABMIおよびABFの開始以降、市場規模はどのように変化しただろうか。

GDPに占める政府債と社債の発行残高の割合を見ると（表4）、中国、韓国、シンガポールで拡大が顕著である。中国の場合、1997年には政府債と社債が7.1%と5.1%であったのが、2006年には32.7%と17.6%となった。韓国では7.5%と37.5%（1997年）から51.4%と53.7%（2006年）へ、シンガポールでも15.6%と12.8%（1997年）から40.8%と31.6%（2006年）となっている。タイでは政府債、社債の両市場とも拡大しているが、政府債市場の方がより拡大した。インドネシア、マレーシア、フィリピンでは、国債市場の発展は確認

表4 債券市場の発展状況

		発行市場		流通市場			
		対 GDP 比 (%)		債券売買回転率 <sup>1)</sup>		ビッドアスク・スプレッド (bps) <sup>2)</sup>	
		1997	2006	2000 <sup>3)</sup>	2006	2000	2006
中国	政府債	7.1	32.7	0.08	1.42	48	25
	社債	5.1	17.6	0.01	0.86	40	30
香港	政府債	7.4	8.9	56.94	69.39	4	3
	社債	18.5	41.8	n.a.	0.16	8	6
インドネシア	政府債	0.7	12.6	0.67	0.87	100	17
	社債	2.7	1.8	0.27	0.28	100	69
韓国	政府債	7.5	51.4	4.56	2.64	2	1
	社債	37.5	53.7	1.08	0.52	5	3
マレーシア	政府債	26.8	37.6	2.48	1.05	5	2
	社債	51.9	37.3	1.97	0.59	15	19
フィリピン	政府債	27.3	35.4	n.a.	2.59	48	25
	社債	0.5	0.3	n.a.	n.a.	40	30
シンガポール	政府債	15.6	40.8	2.62	2.59	2	3
	社債	12.8	31.6	n.a.	n.a.	11	6
タイ	政府債	0.3	34.4	1.58	1.68	3	3
	社債	10.1	17.3	0.49	0.15	10	11

（出所）発行市場：債券発行残高については Asian Development Bank [2006a, 2006b]、GDP については Asian Development Bank ウェブサイト（www.adb.org）を参考に筆者算出。流通市場：フィリピンの売買回転率については ADB [2007]、その他はアジア・ボンド・オンライン、Asia Bond Indicators (asianbondsonline.adb.org) より引用。

（注）1） 売買高／平均発行残高で算出。政府債には中央政府、地方政府、中央銀行の債券を含む。社債には企業、銀行、その他金融機関の債券を含む。ただし、レボは除く。

2） 10年債の買いの呼値と売りの呼値の差。1 ベーシスポイント (bps) は0.01%を表す。

3） 中国の社債、インドネシアの政府債、マレーシアの政府債と社債は2001年の実績。

できるが社債市場については縮小している。債券の発行市場は各国の財政状態や企業の資金需要などに大きく影響されるため、単年度ベースで見た数値が小さいことが問題とは限らない。しかし、1997年から2006年にかけての傾向を見ると、経済規模に比べて発行市場が小さい一部の国ではまだ拡大の余地があると考えられる。

流通市場の状況についても確認してみよう。債券市場の流動性指標のうち、売買回転率とビッドアスク・スプレッド（売買呼値の差）について2000年と2006年を比較すると、多くの国で売買回転率<sup>38)</sup>の低下が観察されるが、中国は事情が異なっている。政府債、社債ともに売買回転率の上昇とスプレッドの低下が顕著であり、流動性が向上している。インドネシアは売買回転率の上昇はそれほど大きくないが、スプレッドが100ベースポイントから17ベースポイント（政府債）と69ベースポイント（社債）に低下しており、流動性は高くなりつつある傾向にある。しかし、流動性の低下が観測される韓国、マレーシア、フィリピン、タイを含め、全体的には流通市場についても発展の余地が残されていると言えよう。

このように、アジアの債券市場は国によって程度の差はあるが、おおむね発展の傾向が観察できる。もちろん、これをアジア債券市場の取組みの結果であると断言するのは難しい。しかし、ひとつのきっかけにはなったと考えられるだろう。それでも依然としてアジアの債券市場には投資の阻害要因が存在する。前述の国際会議で民間金融機関から指摘されたのは、資本取引や為替の規制、決済システム、課税システム、流通市場、市場の透明性など広範囲にわたるものであった。各国政府および中央銀行は指摘された課題を認識していると思われるが、民間金融機関からの指摘を真剣に受け止めて今後の取組みに生かすことが望まれよう。

## むすびにかえて

以上、アジア地域金融協力の取組みについて1997年のアジア通貨危機後の流れをまとめてきた。日本が提唱したAMFについては、主にアメリカから大きな反発を買ったために実現に至らなかった経緯があった。しかし、アジア通貨危機の特徴のひとつであった周辺諸国への伝染が深刻になると、「地域」として何らかの対応をとらねばならないという状態に陥ったことがその後の地域金融協力の推進力となった。1997年にはアメリカの希望を取り入れる形で開かれたマニラ・フレームワーク会合が開催され、サーベイランスなどの仕組み作りのきっかけとなった。そして、チェンマイ・イニシアチブやアジア債券市場育成などの取組みは現在も継続されている。

このようなアジア地域金融協力の近年の進捗状況は、通貨危機直後の動きと比べると遅滞たる感は否めない。しかし、毎年、ASEAN+3財務大臣会議で何らかの合意がなされ、少しずつ前進しているのは確かなようだ。このようなアジア地域金融協力は、他の地域と比較して特徴的な点が2つあることを明らかにした。ひとつは、CMIにおいてIMFプログラムとのリンクが必須条件となっていることである。そしてもうひとつは、政府レベルや中央銀行レベルといったさまざまなレベルで協力の枠組みが存在していることである。前者においては、CMI創設までの過程を考慮すると、IMFプログラムとのリンクは制度の信認を得るためには欠かせない条件であった。しかし、国際金融界から信認を得た制度ではあるものの、本章でも示したようにアジア通貨危機と同規模の危機が発生した場合に、資金供与に限界があるという弱点が依然として残っている。CMIをマルチ化した場合、その弱点が克服できるのかという点をもう少し議論する必要があるだろう。さらに、中川[2007]でも指摘した通り、誰がドルを供給するのかというこの制度の根本的な問題は残されている。最近ではアジアで外貨準備の増加という現象が起これ、当面はこのような心配は必要ないかもしれない。しかし、ドルはこの地



域にとっては外貨であり、アジアのどの国もドルの「最後の貸し手」(ラスト・リゾート)にはなれない。しかし、残念ながらこの点に関する通貨当局の議論は全く見えてこない。一方、後者においては、複数ある枠組みのうちアジア各国の債券市場の育成が進展しつつあることを示した。ここでは、特に ASEAN+3 財務大臣レベルにおける ABMI と EMEAP 中銀における ABF の取組みについて述べてきた。ABMI と ABF は、それぞれ債券市場の供給側と需要側からのアプローチを行っている。これらの取組みが開始されてからアジア各国の債券市場は拡大しつつあるが、流動性の面や決済、規制など多くの課題が残されていることも明らかになった。

このように、アジアでは地域的な国際流動性供与や債券市場育成の仕組みが確実に発展している。本章では触れなかったが、この他にも域内の中長期的な課題について学術的視点から議論する取組みや、資本フローのデータ交換、その他の情報交換、人材交流、人材育成の取組みなども行われている。アジアではさまざまなレベルで重層的な協力が行われていると言えよう。

最後に、アジア地域金融協力の枠組みを今後どのように生かそうとしているかについての若干の展望に触れておくことにしよう。アジアの取組みは現在進行形であるため、さまざまな要因によって大きく変化する可能性がある。しかし最近の ABMI の動向を見ると、各国レベルでの債券市場の育成を奨励すると同時に2005年にアジア債券市場育成イニシアチブでバスケット通貨建債の発行の研究が、2006年に資産担保アジア通貨バスケット建債の研究の本格化がそれぞれ合意されている。このことは、ASEAN+3の政府レベルでは通貨バスケット制が為替の安定化に資するものと期待していると言えるだろう。通貨バスケット制に対する評価は研究者の間でもさまざまである。しかし、仮に地域として政府のみならず民間部門も通貨バスケット債が発行できる環境が整い、実際に取引が活発に行われるようになれば、アジア地域金融協力は次のステージに進む可能性があるかもしれない。

このように、アジア地域金融協力は今も進化の過程であり、今後の展開を注意深く見ていく必要があるだろう。



[注] \_\_\_\_\_

- (1) ブルネイ、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。
- (2) たとえば Rana [2002], Kuroda and Kawai [2003], Kawai [2005], 柏原 [2006], Kohlscheen and Taylor [2006], 国宗 [2007], 中川 [2007] など。
- (3) 学界では、IMF の支援のあり方に関する議論とともに過去の通貨危機の様相とは異なっていたアジア通貨危機を学問的に解明する議論も高まり、すでに多くの文献が発表されている。代表的なものとして、マクロ経済政策の失敗による国際収支の悪化を原因とする第1世代モデル、投機家の自己実現的な行動を原因とする第2世代モデル、金融仲介の役割と資産価格に注目した第3世代モデルがあげられよう。また、IMF [1999] は、アジア通貨危機の要因を脆弱な金融システムやガバナンスに問題があり、十分な監視ができず、リスク評価およびその管理の能力に乏しかったためであると分析している。一方、開発途上国において自国の金融市場の発展もままならない状態で資本勘定の自由化が行われたことに起因すると分析するものも多い。特に、そのような自由化はウォールストリートとアメリカ財務省の強迫観念、圧力によるものとする分析もある（たとえば Furman and Stiglitz [1998], Bhagwati [1998], Eichengreen [1999] など）。このように、アジア通貨危機の分析は枚挙にいとまがない。なお、邦語文献でアジア通貨危機のメカニズムや原因、IMF の対応の問題点に至るまでを平易に解説したものとして国宗 [2001] が参考になるだろう。
- (4) この点については、マレーシアの対外債務がタイやインドネシアと比べて少なかったということを加味して考える必要があるだろう。しかし、マレーシア型の政策を評価する文献は、短期的に国際金融市場から自国を隔離し国内経済の建て直しを行う猶予を与えたという点が適切であったと指摘している（たとえば Mahani [2000]）。
- (5) EMEAP は、Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks の略。オーストラリア、中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ、および日本の中央銀行および通貨当局により1991年に発足。
- (6) 榊原 [2005] によれば、AMF 構想は、「世界銀行に対してアジア開発銀行があるように、IMF に対してもアジア版の基金があってもいいのではないか」という発想から出てきたもので、黒田東彦国際金融局長らはこの構想を私案としてかなり前から検討していた」と述べている（榊原 [2005: 184]）。
- (7) 日本、中国、香港、韓国、オーストラリア、インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイ、フィリピンの10カ国。
- (8) 中国もあまり好意的な反応を示さなかったと言われている。

- (9) サマーズ財務副長官（役職は当時）はどこからか極秘のはずであったAMF構想に関するペーパーを入手しており、榊原氏に怒りをあらわにしたとされている。また、ルービン元財務長官とグリーンズパン前FRB議長の連名によるAMF反対の書簡がAPEC各国財務大臣宛に送られている（榊原 [2005: 187-188]）。
- (10) AMF構想を容認する意見を持つ人物に、意外にもIMF関係者がいたことはあまり明らかにされていない。カムドシュIMF元専務理事（1987年1月16日～2000年2月14日）は、AMF構想の初期の段階でAMFという名称に難色を示しながらもこの提案を支持したとされている（榊原 [2005: 189]）。しかし、後にカムドシュはAMF反対に回る。1997年9月23日に開催された理事向けのスピーチで、地域金融協力はサーベイランスと対話があってより有効になるとし、IMFが域内サーベイランスに協力する用意がある旨を述べている（Camdessus [1997]）。注目すべき点は、カムドシュ氏はこの意見を同月21日に開催されたアジア10カ国代理会合の直後にアメリカに歩調を合わせるかのようにIMFの公式見解として発表したことである。この間にアメリカから何らかの働きかけがあったと推測できる。
- (11) 注9にも記したが、ルービン元財務長官とグリーンズパン前FRB議長がAPEC各国財務大臣宛に送付した書簡には、地域的な協調は必要だがあくまでもIMFを中心に据えたものにすべきと記されていたとされる（榊原 [2005: 188]）。アメリカにとって、AMF構想は国際金融の安定化を担う役割を独占しているIMFに対する脅威と映り、クリントン政権は日本の提案を抹殺するためにあらゆる手段を講じたとしても不思議ではない、と見ているアメリカ財務省関係者は多いようである（Altbach [1997]）。
- (12) ジョージ・H・W・ブッシュ政権時の国務長官（1989～1992年）。
- (13) 為替安定基金は、1934年の金準備法によってアメリカが外国通貨当局に対する金とドルとの交換レートを維持するために設置された。ブレトンウッズ体制が崩壊して役割は終えたが、この基金は存続している。アメリカは1980年代および1990年代にこの基金からIMF融資が決定するまでのブリッジローンを提供していた。よって、中川 [2007] でも解説されているように、為替安定基金からの対外的な資金供与はIMFからの融資、すなわちコンディショナリティーの実行が必須条件となっている。
- (14) Henning [1999] によれば、メキシコ通貨危機の際、クリントン政権には2つの救済案があった。ひとつは、アメリカがメキシコ政府の債務返済（元利）を10年間保証するというものである（プランA）。もうひとつは、為替安定基金からの資金供与であり、①短期（最大90日）のスワップ供与、②中期ローン（期間は5年）、③メキシコ政府債に対するアメリカの保証付与（10年間）、というものである（プランB）。実際には後者が行われたわけであるが、この

背景にはプラン A の場合、法律の整備が必要であり、法案の審議を議会にかけなければならなかったことが大きく影響している。プラン A が国民の支持を得られそうにもないと分かると、反対する議員が増加し、廃案に追い込まれることになってしまった。しかし、メキシコに対するアメリカの金融機関の与信残高（エクスポージャー）は大きく、クリントン政権は何らかのアクションをとる必要性に迫られていた。結局、議会の承認が不要な為替安定基金からの資金供与を実施するに至った。

- (15) ただし、一定条件を満たせば対外資金支援は可能であったようだ。その条件とは、①大統領が資金提供コストがゼロであり、返済資金を確保していることを証明すること、②（継続して6カ月以上かつ10億ドル超の資金供与の場合）大統領が海外の金融危機がアメリカの利益を損ない、資金供与が国際金融システムの安定に必要である旨を書面で証明すること、であった。ただし、そうした大統領による証明ができない場合は議会の承認を得なければならない（Henning [1999: 69]）。
- (16) なお、インドネシアと韓国の支援には参加している。
- (17) ワシントン・コンセンサスについては、本書第3章を参照されたい。
- (18) ASEAN サーベイランスプロセスは1998年10月にワシントン D.C.で行われた ASEAN 財務大臣会合で合意された。この目的は、①情報交換および経済・金融の発展についての協議、②早期警戒システムおよびマクロ経済・金融システム安定化のための相互評価、③政策協議および危機防止のための集团的アクションの促進、④グローバル経済・金融の発展に関するモニタリングと協議、の4つの活動を通して地域協力を強化することとされている。また、この枠組みの原則として、非公式の取組みであること、IMF によるサーベイランスを補完することなどが掲げられている。詳しくは ASEAN 事務局ウェブサイト（[www.aseansec.org](http://www.aseansec.org)）を参照されたい。
- (19) 2006年11月8日、筆者が財務省に確認。
- (20) レポ（repurchase agreement）とは、証券類を買戻し条件付きで売買する取引のこと。
- (21) この協定は、1977年にインドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポール、タイの5カ国によって締結されたものであり、各国の拠出金は20万ドル、総額1億ドルで始まった。2000年にブルネイ、ベトナム、カンボジア、ミャンマー、ラオスの5カ国が加盟し、資金規模も10億ドルに拡大した。さらに、2005年4月の ASEAN 財務大臣会議で資金規模を2倍にすることが合意され、現在に至っている。なお、ASEAN スワップ協定の詳細は本章末に掲載した付表（p. 162）を参照されたい。
- (22) 北米地域にはアメリカ、カナダ、メキシコの3カ国による北米枠組み取極（North American Framework Agreement: NAFA）がある。これは1994年に北米

自由貿易協定（North American Free Trade Agreement: NAFTA）の発足にともない創設された枠組みで、IMF プログラムが決定するまでのブリッジローンの提供を目的とした短期のスワップ協定である。借入期間は3カ月で1年まで更新が可能となっている（Henning [2002]）。

- (23) 2000年3月1日～2004年3月4日。
- (24) ABMI が開始された当初は、(1)債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化（発行主体の拡大、現地通貨建て債券の発行促進など）と、(2)環境整備（保証、域内格付け機関の育成、決済システムなど）の2つの大きなテーマを掲げ、6つのワーキング・グループが設置された。各ワーキング・グループが取り組む課題は、①新担保証券の開発（タイ）、②信用保証と投資メカニズム（韓国、中国）、③外国為替取引と決済システム（マレーシア）、④国際開発金融機関、外国政府機関、域内多国籍企業による現地通貨建て債券の発行（中国）、⑤格付け制度（シンガポール、日本）、⑥技術支援協力（インドネシア、フィリピン、マレーシア）であった（カッコのなかは議長国）。2005年、ASEAN+3 財務大臣会議で4つのワーキング・グループに統合され、現在に至っている。詳細については、アジア・ボンド・オンラインのウェブサイト（[asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php](http://asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php)）を参照されたい。また、各作業部会の進捗状況については柏原 [2006] が詳しい。
- (25) 債券担保証券（Collateralized Bond Obligations）とは、複数の社債などを裏付けに発行される資産担保証券の一種。参考までに、裏付け資産が貸付債権（ローン）の場合をローン担保証券（Collateralized Loan Obligations）と呼び、社債と貸付債権（ローン）の両方を含む場合を債務担保証券（Collateralized Debt Obligations）と呼ぶ。なお、2004年6月23日付財務省の発表によれば、韓国で中小企業向け融資や社債を裏付けにした証券が発行された。この証券には国際協力銀行の保証が付与されている。そのスキームは次の通りである。まず、韓国中小企業銀行および韓国中小企業振興公団が共同して管理する信用委員会が選択した中小企業46社の社債を担保とする再建担保証券を組成し、優先部分と劣後部分に分ける。劣後部分は韓国中小企業振興公団が引き受け、優先部分は韓国中小企業銀行の保証を付けてシンガポールの特別目的会社に売却される。シンガポールの特別目的会社は当該債券を国際協力銀行の保証を付けてシンガポール証券取引所に上場し、投資家に販売されるという仕組みになっている。詳しくは、国際協力銀行ウェブサイト（[www.jbic.go.jp/autocontents/japanese/news/2004/000109/attach.pdf](http://www.jbic.go.jp/autocontents/japanese/news/2004/000109/attach.pdf)）を参照されたい。
- (26) 詳細は日本貿易振興機構アジア経済研究所 [2007, 2008] を参照されたい。
- (27) IIC 社は、欧米の金融機関11社が2001年に設立したインデックスを作成する合弁会社。詳細はIIC ウェブサイト（<http://www.indexco.com/>）を参照されたい。

- (28) 基金の仕組みに関する解説は EMEAP ウェブサイト (<http://www.emeap.org>), 日本銀行ウェブサイト (<http://www.boj.or.jp>) に掲載されている。
- (29) 会議の名称は Investing in Asia Bonds Conference 2007。本国際会議は2007年11月2日、東京においてアジア開発銀行主催（企画）、タイ財務省および日本財務省の共催で開催された（後援は日本銀行国際局アジア金融協力センター、金融庁、国際協力銀行）。5つの講演セッションと4つのパネルディスカッションからなり、民間金融機関および民間投資家を対象にアジアへの投資促進のための情報提供と議論が行われた。
- (30) パッシブ運用とは、獲得する投資収益がインデックスの動きと連動するような運用方法のこと。
- (31) 前節でチェンマイ・イニシアチブは外貨準備をプールする形にすることが合意されたと記した。おそらく、この場合も各国の出資金を外貨準備適格か否かについて IMF が関与することになると考えられる。
- (32) GEMLOC は Global Bond Fund for Emerging Market Local Currencies の略。ファンドの規模は50億ドル程度、民間金融機関をファンドマネジャーとして国際金融公社（IFC）が作成する40の新興国から構成されるインデックスへの投資で運用する。インデックスに組み込まれた国は世界銀行からの市場整備のための技術支援を受けることができる。詳細は GEMLOC ウェブサイト (<http://www.gemloc.org/>) に掲載されている。
- (33) 売買回転率は、売買高を発行残高で割ったもの。証券がその期間内に何回転したかによって、市場の活況度や流通度合いを表す指標のひとつである。この値が高いほど、流動性が高いことを意味する。また、ビッドアスク・スプレッド（bid/ask spread）は買いの呼値（よびね）から売りの呼値を引いたもの。0.01%を1ベーシスポイント（basis point）として数え、この数値が小さいほど流動性が高いことを意味する。なお、呼値とは、売買を希望する意思を表すために提示する価格（言い値）で、実際に売買が成立した価格ではないことに注意されたい。

## 〔参考文献〕

### 〈日本語文献〉

- 柏原千英 [2006]「東アジア地域における金融協力フレームワークの進展と課題——ASEAN+3における取組みを中心として——」（平塚大祐編『東アジアの挑戦——経済統合・構造改革・制度構築——』アジア経済研究所403-433ページ）。

- 国宗浩三 [2001] 『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ——為替レート・国際収支・構造改革・国際資本移動・IMF・企業と銀行の再建方法——』アジアを見る眼99 アジア経済研究所。
- [2007] 「アジア金融協力と IMF」(国宗浩三編『IMF と開発途上国』調査研究報告書 アジア経済研究所 185-207ページ)。
- 財務省 [2005] 「チェンマイ・イニシアチブの強化策」関税・外国為替等審議会第20回 アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会(資料5)(平成17年5月20日)(<http://www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/siryou/gaib170520g.pdf> より2007年10月15日ダウンロード)。
- 榊原英資 [2005] 『日本と世界が震えた日——サイバー資本主義の成立——』角川ソフィア文庫。
- 中川利香 [2007] 「地域金融協力とは何か?——世界各地域における金融協力に関する一考察——」(国宗浩三編『IMF と開発途上国』調査研究報告書 アジア経済研究所 159-184ページ)。
- 長井滋人 [2007] 「アジア債券市場育成に関する EMEAP の取り組み」 ASEAN + 3 Asian Bond Markets Initiative, Investing in Asia Bonds Conference 2007における発表資料。
- 日本貿易振興機構アジア経済研究所 [2007] 「アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度研究」平成18年度金融庁委託研究 アジア経済研究所。
- [2008] 「アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察」平成19年度金融庁委託研究 アジア経済研究所。

#### 〈外国語文献〉

- Altbach, Eric [1997] "The Asian Monetary Fund Proposal: A Case Study of Japanese Regional Leadership," *Japan Economic Institute Report*, No. 47A, pp. 1-12.
- Asian Development Bank [1999] *Asian Development Outlook 1999*, Manila: Asian Development Bank.
- [2006a] *Asia Bond Monitor*, March 2006, Manila: Asian Development Bank ([asianbondsonline.adb.org/administrative/abm\\_overview.php](http://asianbondsonline.adb.org/administrative/abm_overview.php) より2007年10月17日ダウンロード)。
- [2006b] *Asia Bond Monitor*, November 2006, Manila: Asian Development Bank ([asianbondsonline.adb.org/administrative/abm\\_overview.php](http://asianbondsonline.adb.org/administrative/abm_overview.php) より2007年10月17日ダウンロード)。
- [2007] *Asia Bond Monitor*, April 2007, Manila: Asian Development Bank ([asianbondsonline.adb.org/administrative/abm\\_overview.php](http://asianbondsonline.adb.org/administrative/abm_overview.php) より2007年10月17日ダウンロード)。
- Austria, Jennifer B. [2003] "Asian Monetary Fund Pushed," *Manila Standard Today*,

- April 8, 2003 ([www.manilastandardtoday.com](http://www.manilastandardtoday.com) より2007年7月19日ダウンロード).
- Bank for International Settlement [2007] *BIS Quarterly Review*, June, Basel: Bank for International Settlement.
- Bank Negara Malaysia [2006] *Annual Report 2005*, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- Bergsten, C. Fred [1997] "The Asian Monetary Crisis: Proposed Remedies," Testimony before the Committee on Banking and Financial Services at United States House of Representatives, on November 13 ([www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=297](http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=297) より2007年7月17日ダウンロード).
- Bhagwati, Jagdish [1998] "The Capital Myth," *Foreign Affairs*, May/June, 77(3), pp. 7-12.
- Camdessus, Michel [1997] Address by Michel Camdessus to the Board of Governors of the Fund, September 23, 1997. ([www.imf.org/external/np/speeches/1997/mds9711.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/mds9711.htm) より2007年7月20日ダウンロード)
- Eichengreen, Barry [1999] "Capital Mobility: Ties Need not Bind," *The Milken Institute Review*, First Quarter, pp. 29-37.
- EMEAP [2006] "Working Group on Financial Markets: Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," ([www.emeap.org/](http://www.emeap.org/) より2007年11月5日ダウンロード).
- Fischer, Stanley [2001] "Asia and the IMF," Remarks at the Institute of Policy Studies in Singapore, June 1, 2001 ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/060101.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/060101.htm) より2007年7月20日ダウンロード).
- Furman, Jason, and Joseph E. Stiglitz [1998] "Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 1-114.
- Henning, C. Randall [1999] *The Exchange Stabilization Fund: Slush Money or War Chest?* Washington D.C.: Institute for International Economics.
- [2002] *East Asian Financial Cooperation*, Washington D.C.: Institute for International Economics.
- International Monetary Fund [1999] "The IMF's Response to the Asian Crisis," A Factsheet, January 1999 ([www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.htm) より2007年10月9日ダウンロード).
- Kawai, Masahiro [2005] "East Asian Economic Regionalism: Progress and Challenges," *Journal of Asian Economics*, 16(1), pp. 29-55.
- Kohlscheen, Emanuel, and Mark P. Taylor [2006] "International Liquidity Swaps: Is the Chiang Mai Initiative Pooling Reserves Efficiently?" Warwick Economic Research Papers, University of Warwick ([www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers/2006\\_publications/twerp\\_752.pdf](http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers/2006_publications/twerp_752.pdf) より2007年11月9日ダウンロード).



ンロード).

- Köhler, Horst [2001a] "A Public-Private Partnership for Financial Stability", Speech at Institute for International Finance on May 31, 2001 ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/053101.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/053101.htm) より2007年7月13日ダウンロード)
- [2001b] "New Challenges for Exchange Rate Policy," Speech at ASEM Meeting of Finance Ministers on January 13, 2001 ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/011301.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/011301.htm) より2007年7月13日ダウンロード)
- Kuroda, Haruhiko, and Masahiro Kawai [2003] "Strengthening Regional Financial Cooperation in East Asia," PRI Discussion Paper Series, No. 03A-10, Tokyo: Policy Research Institute.
- Lewis, Jeffrey [1999] "Asian vs. International: Structuring and Asian Monetary Fund," *Harvard Asia Quarterly*, 3(4) ([www.asiaquarterly.com/content/view/48/40](http://www.asiaquarterly.com/content/view/48/40) より2007年7月13日ダウンロード).
- Mahani, Zainal Abidin [2000] "Implications of the Malaysian Experience on Future International Financial Arrangements," *ASEAN Economic Bulletin*, 17(2), pp. 135-147.
- Rajan, Ramkishan S. [2000] "Examining the Case for an Asian Monetary Fund," Visiting Researchers Series No. 3, Singapore: ISEAS.
- Rana, Pradumna B. [2002] "Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond," ERB Working Paper Series No. 6, Manila: Asian Development Bank.
- Rose, Andrew K. [1999] "Is There a Case for an Asian Monetary Fund?" FRBSF Economic Letter, December 17, 1999 ([www.frbsf.org](http://www.frbsf.org) より2007年10月15日ダウンロード)
- Swann, Christopher, and Arijit Ghosh [2006] "The Role under Threat as Asia Strengthens Its Own Crisis Group," Bloomberg, September 19, 2006 ([www.quote.bloomberg.com](http://www.quote.bloomberg.com) より2006年9月21日ダウンロード)
- Terry, Edith [2000] "The World Bank and Japan: How Godzilla of the Ginza and King Kong of H Street Got Hitched," JPRI Working Paper No. 70, San Francisco: Japan Policy Research Institute.

#### 〔ウェブサイト〕

アジア開発銀行

[www.adb.org](http://www.adb.org)

アジア・ボンド・オンライン

[asianbondsonline.adb.org](http://asianbondsonline.adb.org)

国際通貨基金

[www.imf.org](http://www.imf.org)

国際協力銀行

[www.jbic.go.jp](http://www.jbic.go.jp)



財務省	<a href="http://www.mof.go.jp">www.mof.go.jp</a>
日本銀行	<a href="http://www.boj.or.jp">www.boj.or.jp</a>
ASEAN 事務局	<a href="http://www.aseansec.org">www.aseansec.org</a>
Bank Negara Malaysia	<a href="http://www.bnm.gov.my">www.bnm.gov.my</a>
EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）	<a href="http://www.emeap.org">www.emeap.org</a>
GEMLOC	<a href="http://www.gemloc.org">www.gemloc.org</a>
International Index Company	<a href="http://www.indexco.com">www.indexco.com</a>

付表 ASEAN スワップ協定の概要

年表			
年	月	日	
1977	1	15	第6回 ASEAN 中央銀行特別委員会合会で合意
	8	5	覚書批准（協定の有効期間は1年で毎年更新、各国拠出金2,000万ドルで、計1億ドル。協定参加国はインドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポール、タイの5カ国）
1978	9	26	協定の資金規模を増額（各国拠出金4,000万ドル、計2億ドル） 幹事行（調整役）を（アルファベット順に）持回りで担当することを決定
1979	9	9	協定の有効期間を3年に延長
1981	1	16	幹事行を1年ずつのローテーションにすることを決定
1982	2	4	協定の有効期間を5年に延長
1987	1	21	協定の資金規模を増額（各国拠出金8,000万ドル、計4億ドル）
1992	9	19	協定更新に合意
1997	3	1	協定更新に合意
2000	5	6	ASEAN+3 財務大臣会合で ASEAN スワップ協定をチェンマイ・イニシアチブを通して強化することに合意
2000	4	7-8	第5回 ASEAN 財務大臣会合でブルネイ、ベトナム、カンボジア、ミャンマー、ラオスの協定参加に合意（協定の資金規模10億ドルに）
2000	11	17	協定の資金規模10億ドルに拡大増額、ブルネイ、ベトナム、カンボジア、ミャンマー、ラオスが協定に参加
2005	4	6	第9回 ASEAN 財務大臣会合で協定の資金規模を20億ドルへ増額に合意
協定の内容			
目的	一時的な国際流動性不足の対応		
スワップの内容	通貨：ドル（あるいはユーロ、円）と各国通貨 スポット取引で各国通貨売り・ドル買い、先物取引で各国通貨買い・ドル売り*		
スワップ申込みの手順	①スワップを幹事行に書面で申し込む（テレックスでも可） ②幹事行が他のメンバー国に連絡、2日以内にスワップ取引の可否を回答 ③スワップの実行		
資金提供決定までの期間	申込みを受けてから7日以内		
金額	金額上限：拠出金の2倍まで 資金提供国の負担：申請国を除く国で等分（ただし、特別な理由があれば等分でなくても可）		
金利	市場金利（LIBOR）		
借入期間	最長6カ月（1カ月～3カ月のスワップ、更新は3カ月まで可）ただし、複数の国が申請した場合は申請時期の早い国を優先		
幹事行	任期1年（2000年11月に2年へ） 協定失効の2カ月前までに協定延長を各国に打診		
各国拠出金	本章表2を参照		

（出所） Memorandum of Understanding on the ASEAN Swap Arrangements（August 5, 1977）およびその後の協定改正（ASEAN 事務局ウェブサイト [http://www.aseansec.org] に掲載）、Bank Negara Malaysia [2006] などを参考に筆者作成。

（注）＊ スポットレートは銀行間レートの平均、あるいは仲値の平均を採用。申請国の通貨当局がスワップ実行2営業日前にレートを設定。

